

베셀(177350)

Not Rated
주가(8/12) 7,000원
목표주가 NA

2013. 8. 13

중국진출로 본격적 성장국면 예상되는 디스플레이 장비업체

베셀은 LCD, AMOLED 등 디스플레이 생산라인의 구성, 설계, 운영 등을 관장하는 In-Line 시스템 전문업체로, 2013년 7월 코넥스 시장에 상장했다. 고객기반이 LG디스플레이 중심에서 BOE, CSOT 등 중국 업체로 다변화되면서 2013년 하반기부터 본격적인 성장국면이 예상된다. LCD에 비해 상대적으로 고부가가치 영역인 AMOLED 및 TSP 장비시장 성공적으로 진출함으로써 수익성 또한 추세적으로 개선될 수 있을 것으로 판단된다.



디스플레이

Analyst 김병기 02) 3787-5063

bkkim@kiwoom.com

RA 이상언 02) 3787-4740

sulee@kiwoom.com

키움증권

베셀(177350)



Company Data

주가(원)	7,000
시가총액(억원)	268
발행주식수(천주)	3,830천주
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	4,289원
주요 주주	서기만 33.18%
	양인석 23.77%
매출구성(13E)	In-Line 장비 35%
	Oven 장비 22%

투자지표

(억원, IFRS 개별)	2011	2012	2013E
매출액	495	380	652
매출총이익	57	54	101
영업이익	19	19	61
세전이익	18	2	57
순이익	13	3	49
EPS(원)	349	71	1,271
증감률(%YoY)	NA	-79.8	1,697.5
PER(배)	NA	NA	5.5
PBR(배)	NA	NA	1.6
매출총이익률(%)	11.4	14.3	15.5
영업이익률(%)	3.9	4.9	9.4
ROE(%)	10.7	2.1	29.6
부채비율(%)	114.4	134.2	92.7
순부채비율(%)	32.5	64.1	32.1

(주)2013년 예상실적은 회사 가이드선 기준임

Contents

I. 회사개요	3
> 디스플레이 공정장비 업체	3
> 주요제품	3
II. 전방산업 동향	6
> 중국 패널업체 공격적 설비증설	6
> 중국시장 선점효과 본격화	7
III. 실적전망	8
> 2013년 영업이익 61억원으로 사상최대 예상	8
> 동종업체 대비 저평가	8

- > 당사는 8월12일 현재 '베셀(177350)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 7월1일 코넥스 시장에 상장된 '베셀(177350)'의 지정자문인입니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 회사 개요

>>> 디스플레이 공정장비 업체

베셀은 LCD, OLED, TSP 등 디스플레이 공정용 장비업체다. 주요 제품은 LCD 인라인 시스템, 베이크 오븐, 그라인더, 사이드 실링, TSP 본딩 장비 등이다.

04년에 제우스엔지니어링으로 법인설립 후 05년 사명을 베셀로 변경했다. 서기만 대표이사 등 제우스(079370) 출신 임원들이 창업했다. 지분은 서기만 대표이사 33%, 양인석 씨 24%, 벤처캐피탈 27% 등이다.

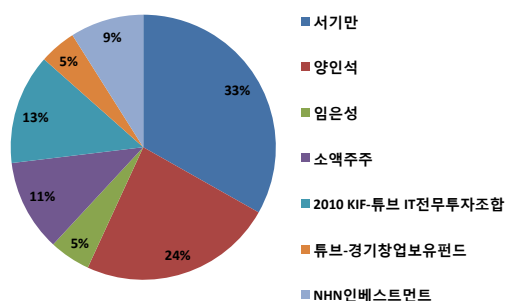
LG디스플레이를 메인 고객으로 꾸준한 성장세를 이어오다 중국 패널업체로 장비수출에 나서면서 고객다변화에 성공했다. 12년 기준 매출액 대비 수출 비중은 72%에 달하며, CSOT(32%), BOE(17%), Tinama(6%) 등으로 디스플레이 장비 수출이 활발하게 이루어지고 있다.

베셀 주요 연혁

일시	내용
04.06	제우스엔지니어링 창업
05.10	베셀로 사명변경
06.12	공장준공. 평택시 청북면
08.05	경영혁신형 중소기업 선정
08.06	기술혁신형 중소기업 선정
09.01	수출 1,000만불 달성
12.12	경기 중소기업 대상 수상
13.07	코넥스 시장 상장

자료: 베셀 사업보고서

베셀 지분구조



자료: 전자공시

>>> 주요 제품

인라인 시스템

베셀의 주력제품은 디스플레이 인라인 시스템이다. 12년 기준 전체 매출액의 63%를 차지했다. 인라인 시스템은 LCD 라인의 구성, 설계, 운영 전반을 관장하는 시스템으로, 동사는 라인의 구성 및 설계에서부터 하드웨어/소프트웨어 전체를 포함한 total system을 구성하는데 경쟁력을 갖추고 있다. 특히 중국 후발업체의 경우 초기 라인 구성시 동사에 대한 기술 의존도가 높은 것으로 파악된다. 국내 주요 경쟁사는 제우스 등이 있다.

Display In-Line 장비



자료: 베셀 사업보고서

Oven System

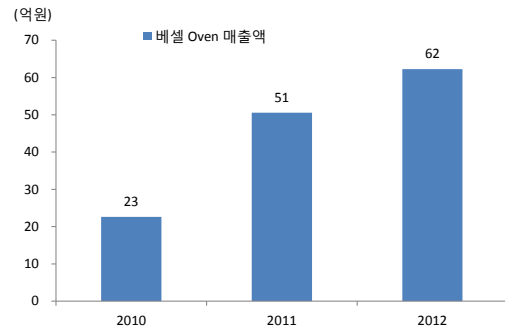
Oven System은 12년 기준 동사 전체 매출액의 16%를 차지하는 제품이다. Oven은 TFT 및 Color Filter 공정상 발생한 불순물을 처리해주는 장비다. 베셀은 국내 최초로 열풍방식의 Oven을 개발하여 05년부터 양산적용에 성공했다. Oven은 장비 운영상 전력소모량이 큰 점이 부담요인이거나, 동사는 전력사용량을 30% 가량 절감한 신기술을 개발해 국내 패널업체와 함께 양산검증을 진행하고 있다. 검증과정이 성공적으로 마무리될 경우 점유율 상승 및 매출확대가 가능할 전망이다. 아울러 동사는 LCD용 Oven 외에 AMOLED 및 터치패널용 Oven 시장에 진출하고 있다. 적용 공정의 다변화, 고부가가치화 등에 힘입어 동사의 Oven 매출액은 안정적인 성장세가 예상된다.

베셀의 Bake Oven System



자료: 베셀

베셀 Oven 매출액 추이



자료: 베셀

OLED 장비

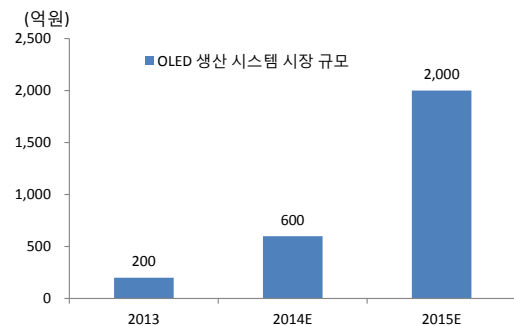
베셀은 기존 LCD 인라인 장비 사업에서 축적된 기술력을 기반으로 OLED 생산에 최적화된 라인 시스템을 개발했고, BOE 등 중국 업체들을 고객사로 확보하는 데 성공했다. OLED 생산라인은 설비의 진공도가 LCD에 비해 높고, 산소 및 습기에 대한 정밀한 관리가 필요하다. 이에 따라 전 라인에 걸쳐 설비간 밀폐(Sealing) 기술과 안정성 보장이 필수적이다. 라인 1기 당 생산시스템에 대한 소요금액은 LCD가 20~30억원인데 비해 OLED는 150~200억원으로 고부가가치 영역이다. 동사는 업계 최초로 OLED 전체 공정을 통합적으로 관리하는 In-Line 생산 시스템을 개발했으며, 중국 BOE 등을 고객사로 확보해 하반기부터 본격적인 수주확대가 예상된다.

베셀의 OLED In-Line System



자료: 베셀

OLED 생산 System 시장전망

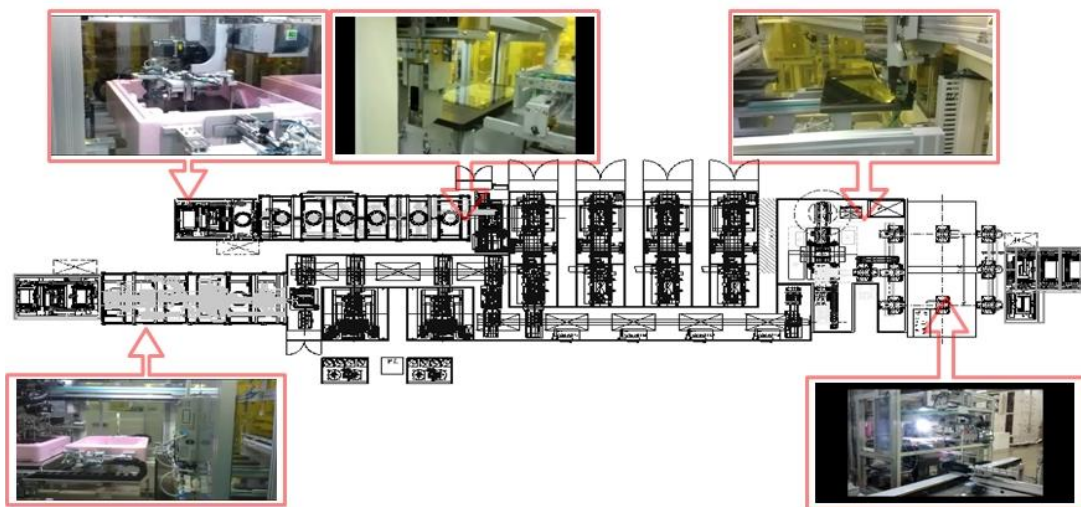


자료: 베셀

터치패널 장비

터치패널 장비 부문은 동사가 차세대 성장동력으로 집중 육성하고 있는 사업이다. OCR 본딩 장비, OGS 그라인딩 장비, 보호필름 커팅 장비 등을 개발해 상용화에 나서고 있다. OCR 본딩장비는 LCD 패널에 커버 글래스 및 터치패널을 합착하는 시스템이다. 기존에는 OCA 필름을 사용해서 부착하는 방식이 주류였으나 동사는 투명 레진을 이용해 부착하는 차세대 공정기술을 개발했다. OCR 방식은 OCA에 비해 빛 투과율이 우수해 보다 선명한 화질을 구성할 수 있다. 동사는 대형 Direct Bonding 공정의 생산 라인을 업계 최초로 개발해 LGD에 납품한 실적을 보유하고 있다. 13년 하반기부터 중국에서 본격적인 OCR 본딩장비 투자가 진행될 것으로 예상되며, 베셀은 현지밀착형 영업을 통해 적극적인 수주활동에 나설 계획이다.

OCR Bonding System 개요



자료: 베셀

II. 전방산업 동향

>>> 중국 패널업체 공격적 설비증설

베셀은 LGD를 메인 고객으로 성장해오다 2010년을 기점으로 해외 고객의 매출비중이 가파르게 상승하고 있다. 12년에는 CSOT 향 매출비중이 가장 높았고, 13년은 BOE, 14년에는 다시 CSOT가 메인고객으로 재부상할 전망이다. 이 때문에 중국 디스플레이 업체들의 설비증설이 동사의 실적에 절대적인 변수가 되고 있다.

12년에 Tianma는 중국 샤먼 지역에 5.5세대급 LTPS 설비투자를 진행했고, CSOT 또한 선전에 4.5세대 LTPS R&D 라인을 건설했다. 13년에는 BOE가 허페이에 8세대 LCD 라인과 오르도스에 5.5세대 LTPS 라인을 동시에 증설하고 있다. 또한 OLED 전문업체인 Visionox는 쿤산 지역에 5.5세대 LTPS OLED 설비투자를 위한 장비발주를 진행 중이다. 아울러 EverDisplay도 4세대급 LTPS OLED 설비투자를 13년 하반기 중에 진행할 것으로 예상된다.

14년에는 BOE가 충칭에 8세대 LCD 신규라인(B8) 투자에 나설 전망이고, CEC Panda는 난징 지역에 자사의 첫번째 8세대 공장을 지을 것으로 예상된다. 또 CSOT는 선전에 두번째 8세대 라인을 증설할 것으로 보인다. 아울러 폭스콘의 계열사 TianYi가 14년부터 6세대급 LTPS 설비투자에 나설 가능성이 고조되고 있으며, IRICO도 4세대급 LTPS AMOLED 공장을 건설할 것으로 추정된다.

중국 업체들의 이와 같은 공격적인 증설 움직임은 거대한 내수시장과 정부의 적극적인 지원을 배경으로 하고 있다. 중국 LCD TV 판매량은 13년 5,000만대로 예상되며, 이는 세계시장의 23%를 차지하는 최대 규모다. 하지만 LCD TV용 패널의 경우 60% 이상을 대만, 한국 등 해외업체에 의존하고 있다. 중국 정부는 자국산 LCD TV용 패널의 국산화율을 15년까지 80%대로 끌어올린다는 정책적 목표를 갖고 있다. 이 때문에 패널업체의 신규라인 증설, R&D 등에 대한 적극적인 지원정책을 펼치는 중이다.

중국 디스플레이 업체별 TFT Capa 전망

Company	Factory	X	Y	Tech	Gen	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
BOE	B7	2200	2500	Oxide	8												
	BOE Beijing B1	1100	1300	a-Si	5	96	96	96	96	86	86	86	86	81	81	81	81
	BOE Beijing B4	2200	2500	a-Si	8	100	105	115	125	135	135	135	135	135	135	135	135
	BOE Chengdu B2	730	920	a-Si	4	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
	BOE Chongqing B8	2200	2500	a-Si/Oxide	8									15		50	85
	BOE Hefei B3	1500	1850	a-Si	6	87	90	90	105	120	120	120	120	120	120	120	120
	BOE Hefei B5	2200	2500	a-Si	8					10	20	30	45	60	60	60	60
	BOE Ordos B6 LTPS	1300	1500	LTPS	5.5					5	12	20	20	20	20	20	20
CEC Panda	PND Nanjing 1	1500	1800	a-Si	6	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83
	PND Nanjing G8	2200	2500	a-Si	8									15	30	45	45
China Star	CSOT Shenzhen 1	2200	2500	a-Si	8	120	120	130	140	140	140	140	140	140	140	140	140
	CSOT Shenzhen 2	2200	2500	a-Si	8									20		45	45
	CSOT Shenzhen G4 R&D	730	920	LTPS	4	2	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	CSOT Shenzhen G4 R&D	730	920	LTPS	4												
EDO	Ever Display 1 LTPS	730	920	LTPS	4						5	10	15	15	15	15	15
Foxconn	Foxconn Brazil 1	1500	1850	a-Si	6												
	Foxconn Tianyi Chengdu 1	1500	1850	LTPS	6												
	Foxconn Tianyi Chengdu 2	1500	1850	Oxide	6												
	ILX Century Shenzhen 1	1200	1300	a-Si	5	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	ILX Century Shenzhen 1 LTPS	1200	1300	LTPS	5	5	10	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	ILX Century Shenzhen 1 LTPS	1200	1300	LTPS	5												
Tianma	SVA-NEC Shanghai Fab 1	1100	1300	a-Si	5	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
	TNM Chengdu 1	730	920	a-Si	4	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	TNM Shanghai 1	730	920	a-Si	4	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	TNM Shanghai LTPS	730	920	LTPS	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	TNM Wuhan 1	730	920	a-Si	4	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	TNM Xianmen LTPS	1300	1500	LTPS	5.5												
Visionox	VXS Kunshan	1300	1500	LTPS	5.5									5	10	15	15

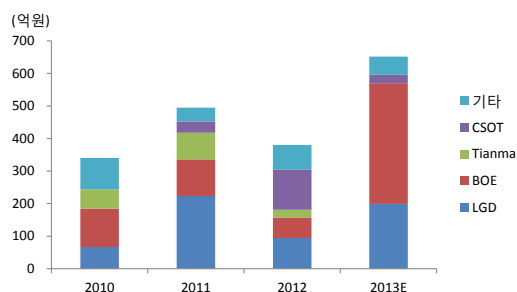
자료: 디스플레이서치, 키움증권 추정

>>> 중국시장 선점효과 본격화

베셀은 국내에서의 In-Line 시스템 공급경험을 기반으로 중국시장에 빠르게 진출했다. 2010년 LGD의 광저우 및 난징 공장에 In-Line 시스템을 최초로 공급했고, 이후 BOE, Tianma, CSOT 등을 고객사로 확보하는 데 성공했다. 중국 후발업체들은 한국에서 양산성이 검증된 설비를 선호하는 경향이 강하고, 라인 운영 전반을 관장하는 시스템 설계능력을 갖춘 협력업체가 절실하게 필요했다. 이러한 시장환경이 베셀의 중국진출의 배경으로 작용한 것이다.

앞서 살펴본 바와 같이 중국 패널업체들은 정부의 강력한 지원을 등에 업고 LCD 및 OLED 설비증설에 적극 나서고 있다. 베셀은 중국에서 이미 확보한 레퍼런스를 기반으로 한 선점효과를 충분히 누릴 수 있을 것으로 판단한다. 특히 현재 주력인 LCD In-Line 시스템 외에 OLED In-Line 시스템, OCR 본딩 시스템, Oven 장비 등으로의 사업아이템 다각화도 순조롭게 진행되고 있다는 점이 긍정적이다.

베셀 고객사별 매출액 추이 및 전망



자료: 베셀, 기움증권 추정

베셀 고객사별 매출비중 추이 및 전망



자료: 베셀, 기움증권 추정

베셀 중국 Business 현황



자료: 베셀

Ⅲ. 실적전망

2013년 영업이익 61억원으로 사상최대 예상

베셀의 매출액은 09년 126억원, 10년 340억원, 11년 495억원으로 가파르게 성장하다 12년에 380억으로 일시적 침체를 맞았다. 12년의 역성장은 국내에서 LCD 설비투자가 전무했기 때문으로, 동사는 중국 수출을 통해 그나마 최악의 상황을 피할 수 있었다.

회사에서 제시하는 13년 실적 가이드스는 매출액 652억원(+71%YoY), 영업이익 61억원(+227%YoY), 순이익 49억원(+1703%YoY)이다. 이는 창사이래 최대 규모다. 13년 상반기 누적 매출액은 200억원, 영업이익의 BEP 내외로 파악된다. 이를 감안하면 연간 가이드스 달성 가능성이 낮아 보이기도 하지만, 하반기 수주모멘텀을 고려할 때 근접한 수준으로 올라갈 수 있을 것으로 예상된다.

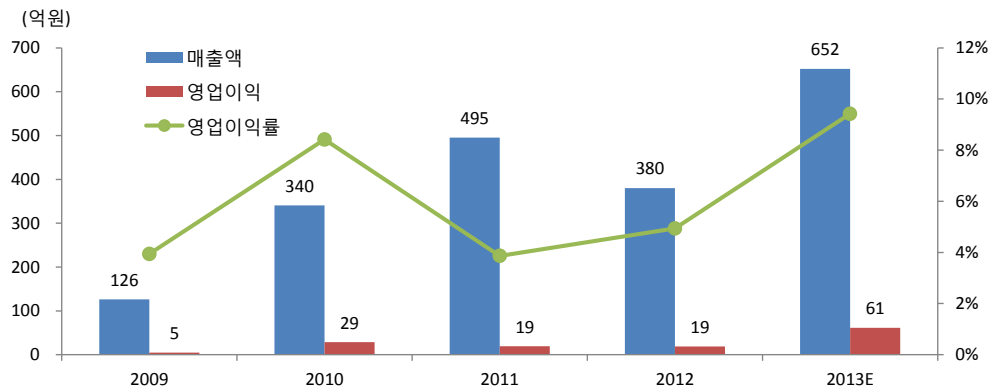
동사는 지난 8월5일 공시를 통해 HEFEI XINSHENG OPTOELECTRONICS TECHNOLOGY(BOE의 자회사)로부터 99억원 규모의 LCD 제조장치를 수주했다고 밝혔다. 이는 BOE B5 라인의 Phase 2 Capa에 대한 장비발주인 것으로 추정되며, 전년도 매출액의 26%, 상반기 매출액의 50%에 해당하는 대규모 수주다. 이 외에도 BOE는 B6 라인의 OLED 설비투자를 3Q13 중에 진행할 것으로 예상되는데, 동사의 수주 가능성이 높아 보인다. 아울러 CSOT 또한 OLED 장비발주를 늦어도 4Q13에 진행할 것으로 예상된다. OLED In-Line 시스템은 LCD에 비해 고부가 장비가 투입되기 때문에 외형확대 및 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 판단된다.

리스크 요인은 ▶상기 중국 패널업체들의 설비투자 일정이 지연될 가능성 ▶동종업체의 중국시장 진출로 인한 경쟁심화 가능성 등이다.

Peer Group 대비 Valuation 저평가

13년 예상실적 기준 동사의 현 주가(8/12 종가, 7,000원)는 PER 5.4배, PBR 1.3배 수준이다. 코스닥 시장에 상장된 디스플레이 장비업체 4개사(에스에프에이, AP시스템, 아이씨디, 비아트론)의 13년 평균 PER이 11.6배, 평균 PBR은 2.5배라는 점을 감안할 때, 동종업체 대비 저평가되어 있다.

베셀 매출액/영업이익 추이 및 전망



자료: 베셀, 키움증권
주: 2013년 예상실적은 회사 가이드스 기준임